

PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*, DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *DEBT TO EQUITY RATIO* DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL SEBAGAI *MODERATING VARIABLE*

*) Iin Fahriyani

ABSTRACT

This study tested the effect of firm size, investment opportunity set (IOS), and the profitability of dividend policy with debt to equity ratio (DER) and institutional ownership as moderating variables. Tests conducted on 23 manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange in the year 2006-2010. The analysis showed that the size of the company, IOS, and profitability has no effect on dividend policy, nor with the DER and institutional ownership are not moderating variables. Additional tests of difference test statistical to determine differences of dividend policy on growth firms and non-growth firms indicated that there is no difference between the dividend payout policy on growth firms and non-growth firms, which means dividend policy does not depend on the IOS. Implications of this research are providing consideration in determining the appropriate dividend policy for the management and investment decisions for investors who expect any dividends received by viewing information based on the numbers in the financial statements and other information that is expected to increase dividend payments.

Key words: dividend policy, firm size, IOS, profitability, DER, and institutional ownership.

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Investasi dilakukan guna memperoleh dividen selain dari *capital gain*. Dividen diartikan sebagai pembagian laba kepada pemegang saham. Menurut Puspita (2009), dividen ditentukan berdasarkan rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung pada kebijakan pemimpin. Menurut Sutrisno (2001), kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan.

Beberapa penelitian yang menguji tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen telah dilakukan dan hasilnya pun berbeda-beda. Hal tersebutlah yang mendorong dilakukannya penelitian lanjutan, yang menguji faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, diantaranya: Ukuran perusahaan, *Investment opportunity set* (IOS) dan profitabilitas serta menggunakan *debt to equity ratio* (DER) dan kepemilikan institusional. Penelitian ini memodifikasi penelitian Suharli (2007) yang menguji pengaruh profitabilitas dan IOS terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan likuiditas sebagai *moderating variable*. Penelitian tersebut menggunakan sampel dari seluruh perusahaan di BEI dengan tahun pengamatan 2002-2003. Ada beberapa perbedaan antara penelitian dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007) tersebut antara lain: sampel dari penelitian ini diambil dari perusahaan manufaktur dengan periode pengamatan tahun 2006-2010, penambahan variabel ukuran perusahaan sebagai variabel independen, mengganti variabel likuiditas dengan DER dan kepemilikan institusional yang berfungsi sebagai variabel pemoderasi (*moderating variable*). Alasan penggantian variabel likuiditas adalah keinginan penulis untuk melakukan pengembangan dan memberikan kontribusi yang baru dalam penelitian ini dengan mencoba variabel lain yaitu DER dan kepemilikan institusional sebagai variabel pemoderasi.

Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah ukuran perusahaan, *investment opportunity set*, dan profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
2. Apakah DER dan kepemilikan institusional mempengaruhi hubungan antara ukuran perusahaan, *investment opportunity set*, dan profitabilitas dengan kebijakan dividen?

Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah yang telah dikemukakan, maka penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh ukuran perusahaan, *investment opportunity set*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen serta pengaruh DER dan kepemilikan institusional terhadap hubungan antara ukuran perusahaan, *investment opportunity set*, dan profitabilitas dengan kebijakan dividen.

Manfaat Penelitian

Hasil penelitian diharapkan bermanfaat bagi:

1. Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan dan wawasan mengenai pengaruh ukuran perusahaan, *investment opportunity set*, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen dengan DER dan kepemilikan institusional sebagai *moderating variable* dan sebagai literatur untuk penelitian selanjutnya.

2. Praktis

Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi yang dapat dijadikan bahan pertimbangan investor untuk berinvestasi, khususnya investor jangka panjang yang mengharapkan adanya pembayaran dividen.

TINJAUAN PUSTAKA

Landasan Teori

2.2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai satu kontrak di mana satu atau lebih orang (*principal*) dengan melibatkan orang lain (*agent*) melakukan beberapa pekerjaan yang berguna untuk kepentingan mereka yang meliputi penyerahan beberapa otoritas pengambilan keputusan pada agen. Jika hubungan kedua belah pihak adalah hubungan yang memaksimalkan utilitas, maka ada alasan baik untuk percaya bahwa agen tidak akan selalu bertindak yang terbaik sesuai dengan kepentingan prinsipal.

Menurut Djabid (2009), pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingannya atas wewenang yang telah diberikan. Agar dapat menjalankan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan pengawasan yang memadai. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen.

Salah satu mekanisme pengawasan yang dapat dilakukan adalah dengan membagikan dividen kepada pemegang saham. Menurut Suharli (2007), kebijakan dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen. Pemegang saham berusaha menjaga agar pihak manajemen tidak terlalu banyak memegang kas karena kas yang banyak akan menstimulus pihak manajemen untuk menikmati kas tersebut bagi kepentingan dirinya sendiri.

2.2.2. Kebijakan Dividen

Tandelilin (2010: 32) memaparkan bahwa apabila perusahaan menghasilkan laba dalam menjalankan bisnisnya, maka sebagian atau seluruh laba dapat dibagikan kepada pemiliknya, yaitu pemegang saham sebagai dividen. Berdasarkan pemaparan tersebut, maka dividen dapat diartikan sebagai bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Hanafi (2004: 361) dalam Puspita (2009) menyatakan bahwa dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain*. Dividen

ditentukan berdasarkan rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pemimpin.

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2001). Serupa dengan pemaparan tersebut, Djabid (2009) menjelaskan bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan yang menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan.

2.2.3. Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan merupakan nilai yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Menurut Sudarmadji dan Sularto (2007), ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi pasar maka semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Menurut Rahmawati dan Akram (2007), perusahaan besar memiliki kemudahan daripada perusahaan kecil untuk menghasilkan keuntungan dan memperoleh sumber pendanaan. Oleh karena itu, semakin besar ukuran perusahaan, besarnya dividen yang dibayarkan semestinya juga ikut meningkat. Sejalan dengan hasil penelitian Puspita (2009), Aivazian *et al.* (2003), Al-Malkawi (2007), dan Ramli (2010) juga menemukan hubungan yang positif antara ukuran perusahaan (*firm size*) dengan kebijakan dividen. Berdasarkan pemaparan tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

2.2.4. *Investment Opportunity Set* (IOS) dan Kebijakan Dividen

Investment opportunity set (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets on place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang (Pagalung, 2003 dalam Inneke dan Supatmi, 2008). *Investment opportunity set* (IOS) pada dasarnya tidak dapat diobservasi (*unobservable*) dan kemungkinan besar tidak sempurna diukur oleh satu proksi empiris (Gaver dan Gaver, 1993). Menurut Iswahyuni (2001), semakin banyak proksi IOS yang menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan.

Jensen (1986) dalam Gul dan Kealey (1999) menjelaskan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah memiliki *free cash flow* yang lebih banyak dan membayar dividen lebih tinggi untuk mengurangi biaya agensi yang berhubungan dengan *free cash flow* yang tinggi. Hubungan negative yang terjadi antara IOS dengan kebijakan dividen didukung oleh hasil penelitian Naeem dan Nasr (2007) dan Ahmed dan Javid (2009). Berdasarkan pemaparan tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₂: IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2.2.5. Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan suatu indikator kinerja yang dilakukan manajemen dalam mengelola kekayaan perusahaan yang ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan. Secara garis besar, laba yang dihasilkan perusahaan berasal dari penjualan dan investasi yang dilakukan oleh perusahaan (Sudarmadji dan Sularto, 2007). Menurut Sartono (2001: 22), investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini, misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen.

Keputusan untuk membayar dividen dimulai dengan keuntungan. Oleh karena itu, suatu hal yang logis mempertimbangkan profitabilitas sebagai salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan (Al-Malkawi, 2007). Jensen *et al.* (1992) dalam Kumar (2007) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Hubungan positif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen didukung oleh hasil penelitian Naeem dan Nasr (2007), Al-Malakawi (2007), Puspita (2009), Ramli (2010), dan Marfo-Yiadom dan Agyei (2011). Berdasarkan pemaparan tersebut, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

2.2.6. DER dan Kepemilikan Institusional sebagai Pemoderasi Hubungan antara Ukuran Perusahaan, IOS, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

1. Hubungan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen yang dimoderasi oleh DER dan kepemilikan institusional

Menurut Deitiana (2009), *debt to equity ratio* (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Rasio ini juga menunjukkan sejauh mana modal sendiri menjamin seluruh utang.

H_{4a}: DER memperkuat hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak institusi, seperti perusahaan lain atau bank. Institusi biasanya dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan para pemegang saham lainnya (Fauz dan Rosidi, 2007). Menurut Mursalim (2009), adanya kepemilikan institusional yang cukup besar mendorong institusi untuk monitoring terhadap tindakan manajemen dalam pengambilan keputusan keuangan serta bertindak sebagai pembatas bagi perilaku oportunistik para manajer perusahaan. Pada perusahaan besar terdapat kepemilikan institusional yang lebih besar daripada perusahaan kecil. Menurut Ackert dan Athanassakos (2001), investor institusional lebih suka berinvestasi pada perusahaan besar daripada perusahaan kecil karena khawatir akan risiko yang akan ditanggungnya sebagai akibat investasinya yang besar pula. Adanya kepemilikan institusi akan

mempengaruhi kebijakan yang akan diambil oleh manajemen. Mursalin (2009), menjelaskan adanya kepemilikan institusional yang cukup besar mendorong institusi untuk melakukan *monitoring* terhadap tindakan manajemen dalam pengambilan keputusan keuangan dan investasinya bersifat jangka panjang dan berorientasi memperoleh dividen pada akhir periode. Berdasarkan berbagai pemaparan tersebut, maka diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H_{4b}: Kepemilikan institusional memperkuat hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen

2. Hubungan IOS dengan kebijakan dividen yang dimoderasi oleh DER dan Kepemilikan Institusional

Hubungan *debt to equity ratio* (DER) digunakan sebagai variabel pemoderasi hubungan IOS dengan kebijakan dividen dijelaskan dari asumsi bahwa sumber pendanaan berupa utang digunakan untuk membiayai investasi. Herdinata (2009) menjelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai investasi tinggi akan menyebabkan utang menjadi tinggi, karena utang yang tinggi digunakan untuk membiayai investasinya. Sementara IOS yang menunjukkan kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan memiliki hubungan yang negatif dengan kebijakan dividen. Berdasarkan pemaparan tersebut, diduga bahwa DER memperlemah hubungan negatif yang terjadi antara IOS dengan kebijakan dividen karena penggunaan utang untuk investasi menyebabkan bagian laba yang tersedia bagi dividen akan semakin besar. (Jogiyanto Hartono, 2000; P.A.Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono, 2002) dalam Mulyono (2009) juga menjelaskan dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan utang untuk membiayai investasinya.

H_{4c}: DER memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen

Akhmad (2003), menjelaskan suatu organisasi atau korporasi dipandang secara tradisional, bahwa perusahaan didirikan dan dioperasikan untuk tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham sebagai akibat dari investasi yang dilakukannya. Pemegang saham dapat berupa suatu institusi. Sebagaimana telah dijelaskan oleh Fauz dan Rosidi (2007) bahwa institusi biasanya menguasai mayoritas saham. Berdasarkan berbagai pemaparan tersebut, maka diperoleh hipotesis sebagai berikut:

H_{4d}: Kepemilikan institusional memperlemah hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen

3. Hubungan Profitabilitas dengan kebijakan dividen yang dimoderasi oleh DER dan Kepemilikan Institusional

Putera (2006) menjelaskan bahwa peningkatan profitabilitas yang dalam hal ini *return on asset* (ROA) berhubungan positif dengan *debt to equity ratio* (DER) dengan alasan bahwa meningkatnya ROA akan menjadi daya tarik pihak eksternal yang salah satunya adalah kreditor. Dengan kata lain, perusahaan akan lebih mudah memperoleh sumber pendanaan berupa utang, sehingga akan meningkatkan kemampuan membayar dividen. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya salah satu alasan perusahaan

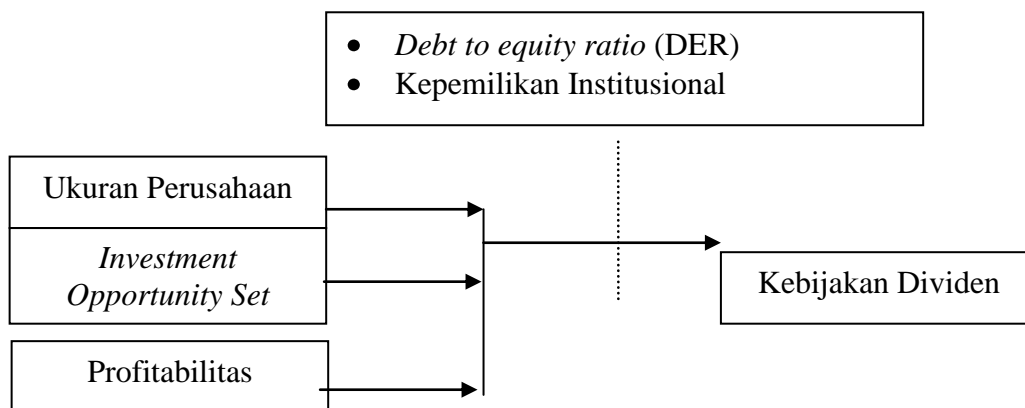
membagikan dividen lebih tinggi adalah karena kemudahannya dalam memperoleh sumber pendanaan, salah satunya utang. Dengan demikian diharapkan adanya DER akan memperkuat hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan dividen.

H_{4e}: DER memperkuat hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan dividen

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen yang dimoderasi oleh kepemilikan institusional dapat dijelaskan dari pemaparan Moh'd *et al.* (1998) dalam Kumar (2007) menjelaskan bahwa kepemilikan saham institusi yang akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider*, akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan. Keuntungan merupakan fungsi dari rasio profitabilitas, sehingga peningkatan keuntungan akan meningkatkan rasio profitabilitas. Berdasarkan pemaparan tersebut, diasumsikan bahwa pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen diperkuat oleh adanya kepemilikan institusional.

H_{4f}: Kepemilikan institusional memperkuat hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan divid

Model Penelitian



METODE PENELITIAN

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Sampel penelitian diambil dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI yang dipilih dengan menggunakan *purposive sampling method*, yaitu dilakukan dengan mengambil sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu (Jogiyanto, 2004). Kriteria-kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah: Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari tahun 2006-2010, mengeluarkan laporan keuangan yang berakhir pada periode 31 Desember, perusahaan yang membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2006-2010, terdapat kepemilikan institusional pada periode pengamatan, sehingga di dapat sampel akhir sebanyak 23 perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Kebijakan dividen

Menurut Hatta (2002), kebijakan deviden pada dasarnya adalah penentuan seberapa besar porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang sahamnya dan yang akan ditahan sebagai *retained earnings*. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* (DPO), yang dirumuskan sebagai berikut (Djabid, 2009):

$$DPO = \frac{\text{Dividen yang dibayarkan}}{\text{Laba bersih}} \times 100\%$$

2. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu ukuran yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Dalam penelitian ini variabel ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan besarnya total aktiva perusahaan, yaitu dengan penjumlahan aktiva lancar dan aktiva tetap atau diformulakan sebagai berikut, (Chasanah, 2008):

$$Size = Ln \text{ total asset}$$

3. *Investment opportunity set* (IOS)

Menurut Pagalung (2003) dalam Inneke dan Supatmi (2008) *Investment opportunity set* (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki (*assets on place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, di mana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan. Dalam penelitian ini IOS dihitung dengan menggunakan proksi ukuran-ukuran gabungan. Proksi IOS dengan ukuran-ukuran gabungan yang akan digunakan serupa dengan yang digunakan oleh Herdinata (2009)

4. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Proksi yang digunakan untuk mengukur profitabilitas dalam penelitian ini adalah dengan *return on assets* (ROA) yang diformulasikan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Jumlah aktiva perusahaan}}$$

5. *Debt to equity ratio* (DER)

Sunarto (2004) menjelaskan bahwa DER menggambarkan perbandingan antara total utang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Menurut Herdinata (2009), DER dihitung sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

6. Kepemilikan Institusional

Institusi merupakan sebuah lembaga yang memiliki kepentingan besar terhadap investasi yang dilakukan termasuk investasi saham. Sehingga biasanya institusi menyerahkan tanggungjawab pada divisi tertentu untuk mengelola investasi perusahaan tersebut. Karena institusi memantau secara profesional perkembangan investasinya maka tingkat pengendalian terhadap tindakan manajemen sangat tinggi sehingga potensi kecurangan dapat ditekan (Murwaningsari, 2009). Menurut Juniarti dan Sentosa (2009), kepemilikan institusional diukur dengan persentase kepemilikan institusi dalam struktur saham perusahaan.

$$\% \text{ Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

HASIL PENELITIAN

Pengujian dengan Regresi Berganda

Analisis Persamaan Regresi

Tabel 1

Variabel Independen	Koefisien	t-hitung	p-value
Konstanta	21,381	1,457	0,148
Ukuran Perusahaan (SIZE)	-0,677	-0,352	0,726
IOS	0,167	0,510	0,611
Profitabilitas (PROFIT)	-0,005	-0,013	0,990
DER	0,371	0,067	0,947
KI	0,126	0,485	0,629
SIZE*DER	-0,013	-0,031	0,975
SIZE*KI	0,005	0,332	0,740
IOS*DER	0,063	0,297	0,767
IOS*KI	0,001	0,372	0,711
PROFIT*DER	-0,052	-0,717	0,475
PROFIT*KI	-4,348	-0,003	0,997
Adj-R²: -0,034			

$$\text{DPO} = 21,381 - 0,677 \text{ SIZE} + 0,167 \text{ IOS} - 0,005 \text{ PROFIT} + 0,371 \text{ DER} + 0,126 \text{ KI} - 0,013 \text{ SIZE*DER} + 0,005 \text{ SIZE*KI} + 0,063 \text{ IOS*DER} + 0,001 \text{ IOS*KI} - 0,052 \text{ PROFIT*DER} - 4,348 \text{ PROFIT*KI} + e$$

Hasil penelitian secara lengkap dibahas sebagai berikut:

1. Hasil uji t hipotesis pertama (H_1) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen sehingga H_1 tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung teori yang menjelaskan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh

dengan kebijakan dividen, di mana perusahaan besar memiliki kemudahan dalam memperoleh keuntungan dan sumber pendaan sehingga lebih mampu membayar dividen lebih tinggi (Rahmawati dan Akram). Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya, yaitu: Puspita (2009), Ahmed dan Javid (2009), dan Ramli (2010), yang menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, namun mendukung hasil penelitian Chasanah (2008), yang menemukan bahwa tidak ada pengaruh antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen pada perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen.

2. Hasil uji t hipotesis kedua (H_2) menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga H_2 tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung teori yang dijelaskan oleh Jensen (1986) dalam Gul dan Kealey (1999) menjelaskan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah memiliki *free cash flow* yang lebih banyak dan membayar dividen lebih tinggi untuk mengurangi biaya agensi yang berhubungan dengan *free cash flow* yang tinggi. Temuan ini tidak mendukung oleh hasil penelitian Naeem dan Nasr (2007) dan Ahmed dan Javid (2009) yang menemukan IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, namun mendukung hasil penelitian Kumar (2007) yang menemukan IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan PMDN.
3. Hasil uji t hipotesis ketiga (H_3) menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen sehingga H_3 tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung teori Al-Malkawi (2007), yang memaparkan keputusan untuk membayar dividen dimulai dengan keuntungan. Oleh karena itu, suatu hal yang logis mempertimbangkan profitabilitas sebagai salah satu faktor penting yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian Al-Malkawi (2007) dan Puspita (2009), yang menemukan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, namun hasil ini mendukung hasil penelitian Sunarto (2004) yang menemukan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
4. Hasil uji t pengaruh DER terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Temuan ini mendukung hasil penelitian Sunarto (2004) dan Puspita (2009) yang menunjukkan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, namun tidak mendukung hasil penelitian Kumar (2007) dengan objek perusahaan PMA yang menemukan DER berpengaruh terhadap kebijakan dividen serta Mulyono (2009) yang menemukan DER berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
5. Hasil uji t pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil ini mendukung pemaparan Moh'd *et al.*, dalam Kumar (2007) yang menjelaskan bahwa adanya kepemilikan saham institusi yang akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan, hal tersebut akan berdampak pada peningkatan dividen, sehingga kepemilikan institusi yang meningkat akan

meningkatkan *dividend payout ratio*. Temuan ini tidak mendukung hasil penelitian Fauz dan Rosidi (2007), Kumar (2007), dan Chasanah (2008), namun mendukung hasil penelitian Dewi (2008) yang menemukan kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

6. Hasil uji t hipotesis empat yang pertama (H_{4a}) yang menguji pengaruh DER dalam memperkuat hubungan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa DER bukan merupakan variabel pemoderasi yang memperkuat hubungan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen, sehingga H_{4a} tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung pemaparan Rahmawati dan Akram (2007) yang menyebutkan perusahaan besar mudah dalam memperoleh sumber pendanaan yang berdampak pada kebijakan dividen. Temuan ini tidak mendukung ataupun menolak hasil penelitian sebelumnya karena penambahan variabel DER sebagai pemoderasi hubungan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen merupakan kontribusi dalam penelitian ini.
7. Hasil uji t hipotesis empat yang kedua (H_{4b}) yang menguji pengaruh kepemilikan institusional dalam memperkuat hubungan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa kepemilikan institusional bukan merupakan variabel pemoderasi yang memperkuat hubungan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen, sehingga H_{4b} tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung pemaparan Ackert dan Athanassakos (2001) yang menjelaskan investor institusional lebih suka berinvestasi pada perusahaan besar daripada perusahaan kecil karena khawatir akan risiko yang akan ditanggungnya sebagai akibat investasinya yang besar pula serta pemaparan Mursalim (2009) yang menjelaskan kepemilikan institusional berorientasi memperoleh dividen pada akhir periode. Temuan ini tidak mendukung ataupun menolak hasil penelitian sebelumnya karena penggunaan kepemilikan institusional sebagai pemoderasi hubungan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen merupakan kontribusi pada penelitian ini.
8. Hasil uji t hipotesis empat yang ketiga (H_{4c}) yang menguji pengaruh DER dalam memperlemah hubungan IOS dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa DER bukan merupakan variabel pemoderasi yang memperlemah IOS dengan kebijakan dividen, sehingga H_{4c} tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung pemaparan Herdinata (2009) yang menjelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai investasi tinggi memiliki utang yang tinggi serta pemaparan Mulyono (2009) yang menyebutkan bahwa DER berhubungan positif dengan kebijakan dividen dengan alasan bahwa dividen yang tinggi berarti terdapat utang yang tinggi pula. Temuan ini tidak mendukung ataupun menolak hasil penelitian sebelumnya karena penggunaan variabel DER sebagai pemoderasi hubungan IOS dengan kebijakan dividen merupakan kontribusi dalam penelitian ini.
9. Hasil uji t hipotesis empat yang keempat (H_{4d}) yang menguji pengaruh kepemilikan institusional dalam memperlemah hubungan IOS dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa kepemilikan institusional bukan merupakan variabel pemoderasi yang memperlemah hubungan IOS dengan kebijakan dividen, sehingga H_{4d} tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung pemaparan yang menjelaskan

bahwa IOS tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan rendah (Kallapur dan Trombley, 2001) serta pemaparan Mursalim (2009) yang menyebutkan bahwa investor institusional berorientasi memperoleh dividen pada akhir periode, sehingga diasumsikan bahwa adanya kepemilikan institusional akan memperlemah hubungan negative yang terjadi antara IOS dengan kebijakan dividen. Temuan ini tidak mendukung ataupun menolak hasil penelitian sebelumnya karena penggunaan variabel kepemilikan institusional sebagai pemoderasi hubungan IOS dengan kebijakan dividen merupakan kontribusi dalam penelitian ini.

10. Hasil uji t hipotesis empat yang kelima (H_{4e}) yang menguji pengaruh DER dalam memperkuat hubungan profitabilitas dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa DER bukan merupakan variabel pemoderasi yang memperlemah hubungan profitabilitas dengan kebijakan dividen, sehingga H_{4e} tidak dapat diterima. Hasil tersebut tidak mendukung pemaparan Putera (2006) yang menjelaskan bahwa peningkatan profitabilitas yang dalam hal ini *return on asset* (ROA) berhubungan positif dengan *debt to equity ratio* (DER) dengan alasan bahwa meningkatnya ROA akan menjadi daya tarik pihak eksternal yang salah satunya adalah kreditor. Dengan kata lain, perusahaan akan lebih mudah memperoleh sumber pendanaan berupa utang, sehingga akan meningkatkan kemampuan membayar dividen. Temuan ini tidak mendukung ataupun menolak hasil penelitian sebelumnya karena penggunaan variabel DER sebagai pemoderasi hubungan profitabilitas dengan kebijakan dividen merupakan kontribusi dalam penelitian ini.
11. Hasil uji t hipotesis empat yang keenam (H_{4f}) yang menguji pengaruh kepemilikan institusional dalam memperkuat hubungan profitabilitas dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa kepemilikan institusional bukan merupakan variabel pemoderasi yang memperkuat hubungan profitabilitas dengan kebijakan dividen, sehingga H_{4f} tidak dapat diterima. Hasil ini tidak mendukung pemaparan yang menjelaskan bahwa kepemilikan saham institusi yang akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insider*, akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan (Moh'd, 1998 dalam Kumar, 2007). Keuntungan merupakan fungsi dari rasio profitabilitas, sehingga peningkatan keuntungan akan meningkatkan rasio profitabilitas. Temuan ini tidak mendukung ataupun menolak hasil penelitian sebelumnya karena penggunaan variabel kepemilikan institusional sebagai pemoderasi hubungan profitabilitas dengan kebijakan dividen merupakan kontribusi dalam penelitian ini.

Pengujian Tambahan

Dalam penelitian ini juga dilakukan pengujian tambahan berupa uji beda kebijakan dividen pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dengan analisis factor, yang hasilnya sebagai berikut:

Tabel 2
Common Factor Analysis

A. Communalities 5 Proksi IOS					
IOS	PPE/BVA	MVA/BVA	MVE/BVE	PER	CAP/BVA
Communalities	0,616	0,970	0,441	0,401	0,855
B. Initial Eigenvalues					
Component	1	2	3	4	5
Eigenvalues	2,099	1,184	0,927	0,743	0,048
C. Korelasi antar faktor dengan IOS					
Faktor/IOS	PPE/BVA	MVA/BVA	MVE/BVE	PER	CAP/BVA
1	0,201	0,977	0,576	0,058	-0,878
2	0,759	-0,127	0,331	0,631	0,291

Tabel 1 menunjukkan nilai *common factor analysis* prokdi IOS individu. Nilai tersebut kemudian digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah kelima nilai *communalities* tersebut adalah sebesar 2,683, yaitu dua komponen yang mempunyai nilai total *eigenvalues* di atas 1: komponen 1 (2,099) dan komponen 2 (1,184). Hal ini sesuai dengan *the rul of thumb* bahwa jumlah faktor yang digunakan sebagai variabel representasi adalah sebanyak faktor yang mempunyai nilai total *eigenvalues* sama dengan atau lebih dari satu (Hair, dkk, 1995 dalam Shanti dan Wulaningrum, 2005). Dalam kasus ini, dua komponen tersebut diperlukan untuk menjelaskan hubungan timbale balik antara proksi IOS. Komponen 1 berkaitan dengan proksi IOS MVA/BVA dan MVE/BE dengan nilai 0,977 dan 0,576. Komponen kedua berkaitan dengan PPE/BVA dan PER dengan nilai 0,759 dan 0,631.

Penyeleksian sampel perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh dilakukan dengan menjumlahkan indeks komponen 1 dan 2, kemudian diurutkan mulai dari yang terkecil sampai yang terbesar, 40% IOS tertinggi untuk perusahaan bertumbuh, 40% perusahaan tidak bertumbuh, dan 20% dibuang karena dianggap tidak mencerminkan kriteria perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

Tabel 3
Hasil Uji Beda Dua Sampel

Variabel	IOS	Sig	Keterangan
Kebijakan Dividen	Perusahaan bertumbuh	0,597	Tidak ada beda
	Perusahaan tidak bertumbuh		

Hasil uji beda dengan *mann-whitney test* menunjukkan bahwa nilai *sig* lebih besar dari 0,05 sehingga tidak terdapat perbedaan antara kebijakan dividen perusahaan

bertumbuh dengan tidak bertumbuh. Hal ini menunjukkan bahwa IOS tinggi ataupun rendah tidak menentukan tinggi rendahnya jumlah dividen yang dibayarkan.

Secara teoritis dijelaskan bahwa ada perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan bertumbuh dengan tidak bertumbuh, di mana perusahaan bertumbuh membayar dividen lebih sedikit karena *free cash flow* yang ada digunakan untuk membiayai investasinya. Barclay *et al.* (1998) menjelaskan perusahaan dengan kesempatan bertumbuh yang tinggi akan membayar dividen yang rendah karena memiliki kesempatan yang menguntungkan dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak tergoda untuk membayar bagian yang lebih besar dari labanya kepada pihak luar. Sebaliknya, perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya, baik dalam bentuk dividen maupun bunga. Pada hasil penelitian ini tidak ditemukan perbedaan kebijakan dividen pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh, dengan demikian hasil ini tidak didukung oleh teori dan hasil penelitian terdahulu. Hasil ini tidak didukung oleh hasil penelitian Subekti dan Kusuma (2001) dan Herdinata (2009) yang menemukan adanya perbedaan kebijakan dividen pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian ditemukan bahwa ukuran perusahaan, IOS, dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen serta DER dan kepemilikan institusional bukan merupakan variabel pemoderasi. Begitu pula dengan pengujian tambahan menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan kebijakan dividen pada perusahaan bertumbuh dan tidak bertumbuh.

Saran

1. Penelitian selanjutnya sebaiknya mencoba meneliti menggunakan variabel-variabel lainnya yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen. Selain itu, perlu ditambah objek dan periode pengamatan, tidak terbatas hanya pada perusahaan manufaktur dengan periode pengamatan 5 tahun. Hasil penelitian yang tidak menemukan pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen dapat disebabkan oleh jumlah sampel yang relatif kecil sehingga kemampuan observasinya kecil.
2. Patut dicoba proksi atau variabel lainnya yang diduga dapat memoderasi faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ackert, L.F., and G. Athanassakos, 2001, "Visibility, Institutional Preferences and Agency Considerations". *Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol. 2, No. 4, pp. 201-209.
- Afza, Talat. 2010. "Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan". *International Business Research*, Vol. 3, No. 3, July, pp. 210-221.
- Akhmad, Syakhroza .2003 "Teori Corporate Governance". *Manajemen Usahawan Indonesia*, No. 08/Th. XXXII, Agustus.
- Ahmed, Hafeez and Attiya Y. Javid. 2009. "The Determinants of Dividend Policy in Pakistan". *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 29, pp. 110-125.
- Aivazian, Varouj, Laurence Booth, and Sean Cleary. 2003. "Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S Firms?". *The Journal of Financial Research*, Vol. XXVI, No. 3, pp. 371-387.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar. 2007. "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model". *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Vol. 23, No.2, December, pp. 44-70.
- Barclay, Michael J., Clifford W. Smith Jr., and Ross L. Watts. 1998. "The Determinations of Corporate Leverage and Dividend Policies". *The New Corporate Finance*, 2nd ed., Malaysia: McGraw-Hill.
- Brigham, Eugene. F, dan Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Buku II, Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Chasanah, Amalia Nur. 2008. *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR) pada Perusahaan yang Listed di Bursa Efek Indonesia (Perbandingan Pada Perusahaan Yang Sebagian Sahamnya Dimiliki Oleh Manajemen Dan Yang Tidak Dimiliki Oleh Manajemen)*. Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan). Semarang.
- Deitiana, Tita. 2009. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pembayaran Dividen Kas". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No.1, April, 57-64.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No.1, April, 47-58.
- Djabid, Abdullah W. 2009. "Kebijakan Dividen dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang: Sebuah perspektif *Agency Theory*". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No.2, Mei, 249-259.
- Fadhila, Akbar Riza dan Prima Naomi. 2009. "Bukti Empiris Pensinyalan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2002-2006". *EKSEKUTIF*, Vol. 6, No.1, Februari, 184-197.

- Fauz, Ahmad dan Rosidi. 2007. "Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, dan Collateral Asset terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*, Vol. 8, No. 2, Juni, 259-267.
- Gaver, Jennifer J., and Kenneth M. Gaver. 1993. "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Accounting and Economics* 16, pp. 125-160.
- Gordon, M. J. 1963. "Optimal Investment and Financing Policy". *Journal of Finance*, Vol. 18, Issue 2, pp. 264-272.
- Gul, Ferdinand A. and Burch T. Kealey. 1999. "Chaebol, Investment Opportunity Set and Corporate Debt and Dividend Policies of Korean Companies". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 13, pp. 401-416.
- Hatta, Atika Jauhari. 2002. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder". *JAAI*, Vol.6, No.2, Desember, 1-22.
- Herdinata, Christian. 2009. "Kebijakan Pendanaan dan Dividen dengan Pendekatan Investment Opportunity Set". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No.2, Mei, 237-248.
- Hutomo, Y.B sigit dan Mochamad Roland Perdana. 2008. "Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Debt Equity Ratio dengan Kepemilikan Institusional Sebagai Variabel Moderating. *EKSEKUTIF*, Vol. 5, No. 1, April, 75-85.
- Inneke, Theoral Maria dan Supatmi. 2008. "Analisis *Investment Opportunity Set* (IOS) dan Profitabilitas dalam Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Tingkat *Leverage* Perusahaan". *Jurnal Akuntansi*, Tahun XII, No. 03, September, 277-288.
- Iswahyuni, Yetti. 2001. *Analisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendanaan, Deviden, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta dengan Pendekatan Asosiasi Proksi Investment Opportunity Set (IOS)*. Tesis Magister Akuntansi Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan). Semarang.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. 1976. "The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, October, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Edisi 2004/2005. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Juniarti dan Agnes Andrayani Sentosa. 2009. "Pengaruh Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure terhadap Biaya Hutang (Costs of Debt)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 11, No.2, November, 88-100.
- Kallapur, Sanjay and Mark A. Trombley. 2001. "The Investment Opportunity Set: Determinants, Consequences and Measurement". *Managerial Finance*, Vol. 27, No.3, pp. 3-15.

- Kouki, Mondher and Moncef Guizani. 2009. "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market". *European Journal of Scientific Research*, Vol. 25, No.1, pp. 42-53.
- Kumar, Suwendra. 2007. *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Investment Opportunity Set (IOS), dan Rasio-rasio Keuangan Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) (Studi Komparatif pada perusahaan PMA dan PMDN di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2003-2005)*. Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan). Semarang.
- Kusuma, Hadri. 2006. "Efek Informasi Asimetri Terhadap Kebijakan Dividen". *JAAI*, Vol. 10, No. 1, Juni, 1-12.
- Lintner, John. 1956. "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *American Economic Reviews*, 46, pp. 97-133.
- Marfo-Yiadom, Edward and Samuel Kwaku Agyei. 2011. "Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana". *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 61, pp. 99-108.
- Miller, Merton H. and Franco Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares". *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, October, pp. 411-433.
- Mulyono, Budi. 2009. *Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Size, dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007)*. Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan). Semarang.
- Mursalim. 2009. "Persamaan Struktural: Aktivisme Institusi, Kepemilikan Institusional Dan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Utang". *JAAI*, Vol. 13, No. 1, Juni, 43-59.
- Murwaningsari, Etty. 2009. "Hubungan Corporate Governance, Corporate Social Responsibilities dan Corporate Financial Performance Dalam Satu Continuum". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 11, No. 1, Mei, 30-41.
- Naeem, Shammyla and Mohammad Nasr. 2007. "Dividend Policy of Pakistani Firms: Trends and Determinants". *International Review of Business Research Papers*, Vol. 3, No.3, August, pp. 242-254.
- Puspita, Fira. 2009. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio (Studi Kasus pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007)*. Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan). Semarang.
- Putera, Bayu Septadona. 2006. *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Rasio Pertumbuhan, dan Return on Asset terhadap Kebijakan Pendanaan (Perbandingan Perusahaan PMA dan PMDN yang Listed di BEJ Periode 2002-2004)*. Tesis Magister Manajemen Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan). Semarang.
- Rahmawati, Intan dan Akram. 2007. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend dan Pengaruhnya Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan-

- Perusahaan di BEJ Periode 2000-2004". *Jurnal Riset Akuntansi Aksioma*, Vol.6, No.1, Juni, 31-44.
- Ramli, Nathasa Mazna. 2010. "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies". *International Review of Business Research Papers*, Vol. 6, No.1, February, pp. 170-180.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan (Teori dan Aplikasi)*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Shanti dan Ratna Wulaningrum. 2005. "Hubungan Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen, Serta *Leverage Financial*". *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, Vol. 5, No.1, April, 31-49.
- Subekti, Imam dan Indra Wijaya Kusuma. 2001. "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 4, No.1, Januari, 44-63.
- Sudarmadji, Ardi Murdoko dan Lana Sularto. 2007. "Pengaruh Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Leverage, dan Tipe Kepemilikan Perusahaan Terhadap Luas Voluntary Disclosure Laporan Keuangan Tahunan. *Proceeding PESAT*, Vol.2, Agustus, A53-A61.
- Suharli, Michell. 2007. "Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No.1, Mei, 9-17.
- Sunarto. 2004. *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return on Asset, dan Debt to Equity Ratio terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Kasus pada Saham LQ45 di Bursa Efek Jakarta)*. Tesis Magister Akuntansi Universitas Diponegoro (Tidak dipublikasikan). Semarang.
- Sutrisno. 2001. "Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio". *TEMA*, Vol. II, No. 1, Maret, 1-12.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Wahidahwati, 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang: Sebuah Perspektif Teori Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No.1, Januari, 1-16.